

CTCP HỢP TÁC KINH TẾ VÀ XUẤT NHẬP KHẨU SAVIMEX (HSX: SAV)
Lê Mai Anh Dũng

Chuyên viên Tư vấn Đầu Tư

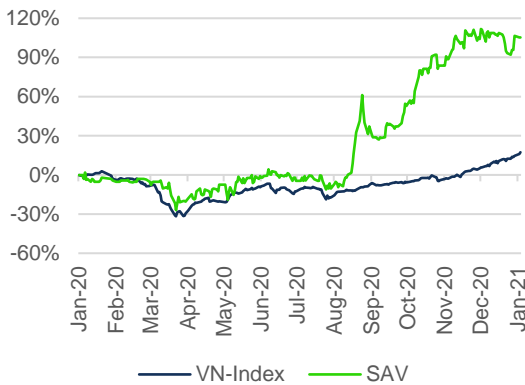
 Email: dunglma@fpts.com.vn

Điện thoại: (84.28) 6290 8686 - Ext: 8949

Người phê duyệt báo cáo:

Lê Thị Kiều Oanh

Trưởng phòng Tư vấn Đầu tư

Biến động giá SAV và VN-Index

Thông tin giao dịch ngày 05/01/2021

Giá hiện tại (đồng/cp)	17.200
Giá cao nhất 52 tuần (đồng/cp)	17.750
Giá thấp nhất 52 tuần (đồng/cp)	6.940
Số lượng CP niêm yết (cp)	14.599.855
Số lượng CP lưu hành (cp)	14.204.085
KLGD bình quân 30 phiên (cp/phiên)	52.925
Vốn hóa (tỷ đồng)	244,31
EPS trailing (đồng/cp)	2.147
P/E trailing (lần)	8,01

Tổng quan doanh nghiệp

Tên	CTCP Hợp tác Kinh tế và Xuất nhập khẩu Savimex
Địa chỉ	194 Nguyễn Công Trứ, P. Nguyễn Thái Bình, Quận 1, TP Hồ Chí Minh
Doanh thu chính	Sản xuất kinh doanh, xuất khẩu đồ gỗ nội thất
Chi phí chính	Chi phí nguyên vật liệu (gỗ nguyên liệu, hoá chất...) và nhân công.

LỢI NHUẬN TĂNG TRƯỞNG NHỜ TIẾT GIẢM CHI PHÍ SƠN
1. Kết quả hoạt động kinh doanh 9 tháng năm 2020

Tiếp tục hưởng lợi nhờ xu hướng dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam, cùng với nhu cầu xuất khẩu đồ nội thất bằng gỗ đã phục hồi trở lại sau thời gian bị kìm hãm bởi lệnh giãn cách xã hội do ảnh hưởng của dịch Covid-19. SAV đã ghi nhận kết quả kinh doanh tương đối ấn tượng trong 9 tháng 2020, hoàn thành 90,61% kế hoạch doanh thu và 128,24% kế hoạch lợi nhuận trước thuế (LNTT).

- ✓ **Doanh thu đạt 704,04 tỷ đồng (+14,84% yoy).** Trong đó, doanh thu tại thị trường xuất khẩu chính là Mỹ và EU liên tục gia tăng, lần lượt đạt 486,71 tỷ đồng (+8,22% yoy) và 65,38 tỷ đồng (+89,14% yoy).
- ✓ **LNTT đạt 32,06 tỷ đồng (+27,69% yoy)** nhờ việc tiết giảm chi phí hóa chất sơn giúp tiết kiệm được hơn 60% chi phí hoá chất (tương ứng gần 25% tổng giá vốn), biên lợi nhuận gộp tăng lên 13,06% từ mức 11,94% trong 9 tháng đầu năm 2019.

2. Kế hoạch kinh doanh năm 2020

SAV đặt kế hoạch dựa vào tình hình dịch bệnh COVID-19 có thể ảnh hưởng mạnh đến các đơn hàng ở thị trường lớn như Mỹ, EU, Nhật,...

- ✓ **Doanh thu: 777 tỷ đồng, giảm 10,81% so với thực hiện năm 2019.**
- ✓ **LNTT: 25 tỷ đồng, giảm 31,28% so với thực hiện năm 2019.**

Đánh giá kế hoạch 2020: Chúng tôi dự phóng doanh thu thuần cả năm đạt 933,38 tỷ đồng, hoàn thành 120,13% kế hoạch và LNTT đạt 50,17 tỷ đồng, hoàn thành 200,68% kế hoạch.

Kế hoạch đầu tư năm 2021: Để đáp ứng lượng đơn hàng tăng cao ở thị trường EU, SAVIMEX có kế hoạch đầu tư thêm nhà máy mới tại Hóc Môn. Giá trị khoảng đầu tư là 60 tỷ đồng bằng nguồn vốn tự có của công ty, dự kiến khi hoàn thành nhà máy có thể mang lại cho SAV khoảng 12 triệu USD/năm.

3. Khuyến nghị đầu tư vào cổ phiếu SAV

Tại mức giá đóng cửa 17.200 đồng/cp ngày 05/01/2021, SAV đang được giao dịch với P/E trailing 8,01x, cao hơn so với các công ty cùng ngành là 7,31x. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu SAV ở thời điểm hiện tại với giá mục tiêu là **20.950** đồng/cp (cao hơn **21,80%** so với giá đóng cửa ngày 05/01/2021) dựa vào những luận điểm sau:

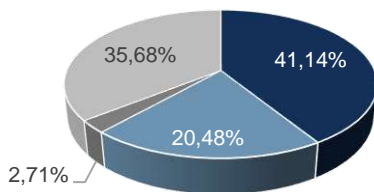
- ✓ **Thị trường Mỹ và EU tiếp tục được hưởng lợi từ làn sóng dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam.**
- ✓ **Kỳ vọng gia tăng tỷ trọng thị trường EU nhờ xây dựng nhà máy mới.** Theo chia sẻ của Ban lãnh đạo, dự kiến sẽ tăng tỷ trọng của thị trường EU lên 20% trong năm 2021 và 30% năm 2022 và hiện đã có một lượng đơn hàng lớn từ nhóm khách hàng mới. Tuy nhiên, các nhà máy đã hoạt động gần 90% công suất nên chúng tôi kỳ vọng thị trường EU sẽ mang lại doanh thu đột biến khi nhà máy hoàn thành vào tháng 06/2021.
- ✓ **Biên lợi nhuận gộp tăng mạnh nhờ tiết giảm chi phí hóa chất sơn.** SAV sẽ tiếp tục giới thiệu quy trình sơn mới với từng nhóm khách hàng mục tiêu, ước tính trong quý 4/2020 khoảng 60% giá trị đơn hàng sẽ áp dụng và kỳ vọng con số này sẽ tăng lên trong năm 2021.

Yếu tố cần theo dõi: (1) Tiến độ của việc Mỹ xác định Việt Nam thao túng tiền tệ; (2) tiến độ của việc áp dụng quy trình sơn mới; và (3) tình thanh khoản của cổ phiếu khá thấp, trung bình 30 phiên chỉ đạt 52.925 cp/phiên.

TỔNG QUAN DOANH NGHIỆP

SINCE 1985
Lịch sử hình thành

- **Năm 1985:** Công ty Savimex được thành lập ngày 29/8/1985 với tên gọi là Công ty hợp tác kinh tế và xuất nhập khẩu với Lào (Sai Gon – Vientianne import export company, viết tắt là Savimex).
- **Năm 1993:** Thành lập nhà máy Savi – kỹ nghệ gỗ (Saviwoodtech), hợp tác với công ty Marunaka. Thành lập trung tâm xây dựng và phát triển nội thất.
- **Năm 1995:** Thành lập SAVIDECOR chuyên hoạt động trong lĩnh vực thiết kế, trang trí nội thất và sản xuất đồ gỗ nội thất chất lượng cao cung cấp cho thị trường trong nước.
- **Năm 2002:** Savimex có nhà máy chế biến gỗ đầu tiên của Việt Nam nhận chứng chỉ hệ thống quản lý môi trường theo tiêu chuẩn ISO-14001.
- **Năm 2002:** Niêm yết tại Sở giao dịch chứng khoán Thành Phố Hồ Chí Minh (HSX) với mã chứng khoán SAV.
- **Năm 2007:** Đầu tư thành lập xí nghiệp sản xuất Bao bì Carton (SaviPack) với dây chuyền máy móc thiết bị nhập khẩu từ Đài Loan.
- **Năm 2008:** Đầu tư thành lập Công ty Liên doanh chế biến gỗ Champa-Savi tại Champasak, Lào.
- **Năm 2014:** Được tập đoàn E-land Asia Holdings PTE LTD - Singapore (E-land) đầu tư với mục tiêu trở thành công ty dẫn đầu về ngành đồ gỗ trong tương lai.

Cơ cấu cổ đông
BIỂU ĐỒ 1: Cơ cấu cổ đông SAV tại ngày 29/12/2020


- E-land Asia Holdings PTE LTD - Singapore
- CTCP DM - ĐT - TM Thành Công (TCM)
- Cổ phiếu quỹ
- Khác

Nguồn: SAV, FPTS tổng hợp

Cơ cấu cổ đông của SAV khá cô đặc với 2 cổ đông lớn là E-land và CTCP Dệt may – Đầu Tư – Thương mại Thành Công (TCM) nắm giữ lần lượt 41,14% và 20,48% cổ phần. Ban lãnh đạo công ty không sở hữu cổ phiếu của SAV. Ngoài ra, SAVIMEX còn có gần 0,4 triệu cổ phiếu quỹ, chiếm 2,71% cổ phần. Đây cũng là một phần nguyên nhân dẫn đến thanh khoản trên thị trường khá thấp.

E-land thuộc Tập đoàn E-land - Hàn Quốc trở thành cổ đông lớn của SAV từ tháng 04/2014, nhưng đến tháng 06/2015 mới chính thức tham gia vào việc điều hành và tái cơ cấu công ty. Quá trình tái cơ cấu đã đưa SAV thoát khỏi tình trạng lợi nhuận âm và đạt tốc độ tăng trưởng lợi nhuận sau thuế ấn tượng với CAGR là 108% trong giai đoạn 2016 - 2019. Ngoài ra, E-land cũng là cổ đông lớn nắm giữ 40,49% cổ phần của TCM.

Công ty liên kết:
BẢNG 1: Danh sách công ty liên kết tính đến ngày 30/09/2020

STT	Tên công ty	Tỷ lệ góp vốn	Hoạt động kinh doanh	Địa chỉ
1	Công ty Liên doanh Champa - Savi	49% (16,83 tỷ đồng)	Sản xuất gỗ nguyên liệu xuất khẩu gồm ván sàn.	Cây số 12 – Quốc lộ 13 phía Nam, xã Houiset, huyện Ba Chieng, Tỉnh Champasak – Lào

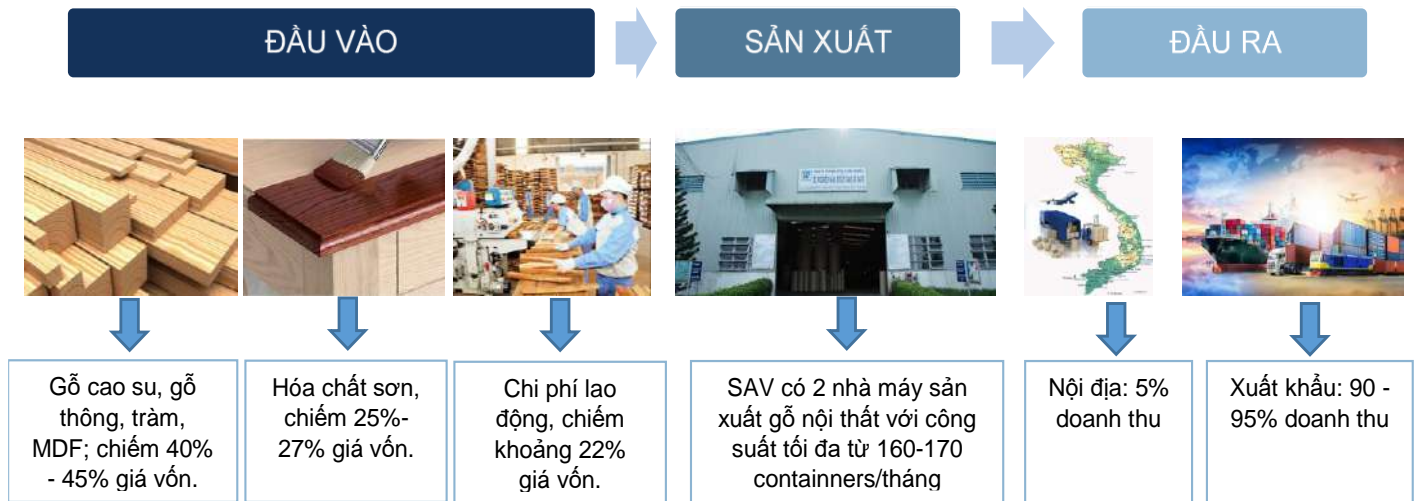
Nguồn: SAV, FPTS tổng hợp

HOẠT ĐỘNG KINH DOANH

Sau khi được E-land tham gia vào điều hành và tái cơ cấu (từ tháng 06/2015), SAV bắt đầu tập trung vào **hoạt động kinh doanh cốt lõi là sản xuất và kinh doanh đồ gỗ nội thất** bao gồm sản xuất, gia công và xuất khẩu đồ gỗ, hàng mộc gia dụng, đồ gỗ trang trí nội thất,...

Ngoài ra, SAVIMEX còn có các mảng kinh doanh khác đến từ hoạt động sản xuất kinh doanh bao bì giấy; kinh doanh bất động sản; đầu tư, thi công và trang trí nội ngoại thất. Tuy nhiên, đóng góp của các mảng này chỉ khoảng 5% doanh thu mỗi năm.

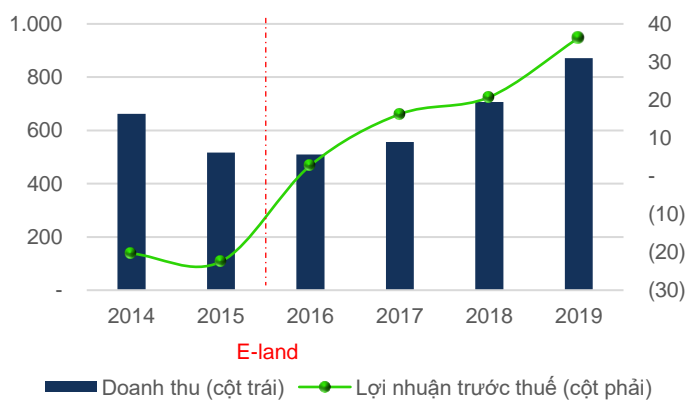
Chuỗi giá trị của doanh nghiệp



Nguồn: SAV, FPTTS tổng hợp

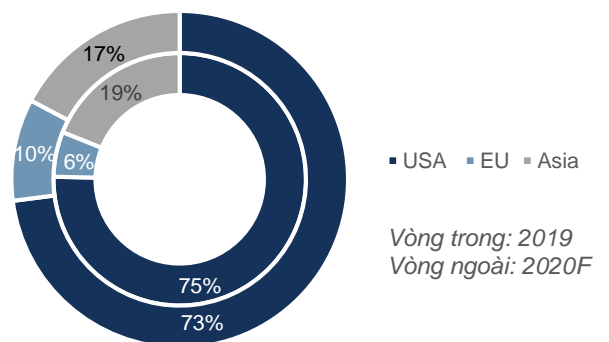
Đặc điểm trong phương thức hoạt động của SAV là sản xuất theo đơn hàng khách đặt tại thị trường xuất khẩu, thiết kế sản phẩm được chỉ định từ đối tác, chiếm từ 90% - 95% tổng doanh thu. Các đơn hàng xuất khẩu thường tập trung vào các dòng sản phẩm chính như đồ gỗ nội thất khách sạn; đồ gỗ, hàng mộc gia dụng,... tập trung vào các thị trường Mỹ (chiếm 75,32% doanh thu xuất khẩu), EU (chiếm 5,79% doanh thu xuất khẩu) và châu Á (gồm Hàn Quốc và Nhật Bản chiếm 18,89% doanh thu xuất khẩu). Thị trường nội địa chiếm hơn 5% tổng doanh thu, các sản phẩm được phân phối qua kênh bán hàng online moho.com.vn của SAV xây dựng, đưa sản phẩm trực tiếp từ nhà máy đến người tiêu dùng.

BIỂU ĐỒ 2: Doanh thu và LNTT giai đoạn 2014-2019 (tỷ đồng)



Nguồn: SAV, FPTTS tổng hợp

BIỂU ĐỒ 3: Cơ cấu doanh thu theo thị trường xuất khẩu



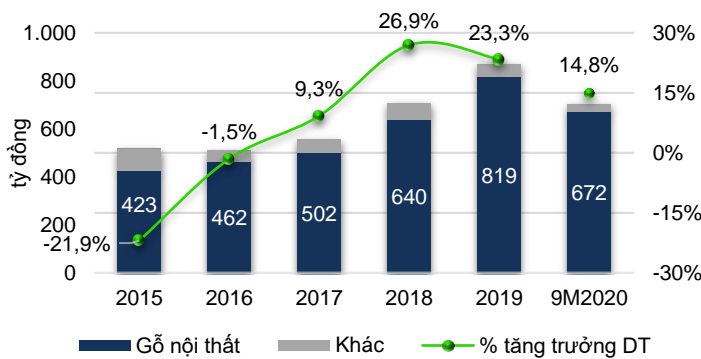
Nguồn: SAV, FPTTS tổng hợp

Sản phẩm của SAVIMEX đáp ứng đầy đủ tiêu chuẩn khắt khe của các thị trường khó tính nhất nhờ nguồn nguyên liệu có chứng nhận bảo vệ và phát triển Rừng – FSC và được sản xuất tại nhà máy chế biến gỗ đạt chứng nhận hệ thống quản lý môi trường theo tiêu chuẩn quốc tế ISO 14001. Nguyên liệu gỗ được SAV đặt mua trước một lần từ đối tác và nhận hàng từng lần, trong đó khoảng 60% - 70% là gỗ trong nước như gỗ cao su, gỗ thông,

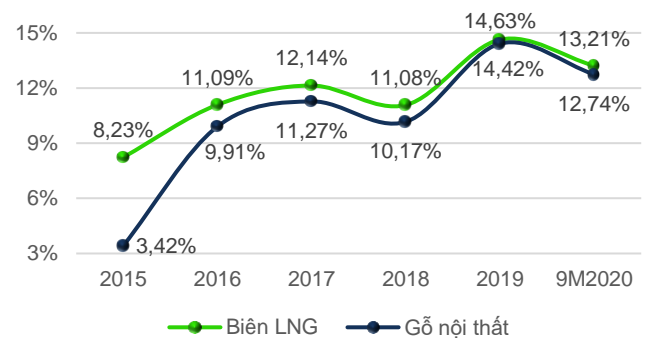
tràm, MDF¹; còn lại 30% - 40% là gỗ tấm nhập khẩu từ Hoa Kỳ và EU. Bên cạnh đó SAVIMEX có thể đàm phán lại giá bán với khách hàng khi giá nguyên liệu thay đổi trên 20%, do đó SAV ít chịu tác động từ việc tăng giá nguyên liệu gỗ, giúp biên lợi nhuận có thể duy trì khi giá nguyên liệu biến động. Ngoài ra, các sản phẩm của SAV còn được hưởng mức thuế xuất khẩu 0% ở tất cả các thị trường, tạo lợi thế cạnh tranh cho công ty tiếp tục phát triển thị trường xuất khẩu, đặc biệt là thị trường EU.

Ngoài ra, để đảm bảo đúng tiêu chuẩn xuất khẩu, các sản phẩm đồ gỗ nội thất phải đạt chất lượng về độ dày và màu sắc của lớp sơn trên bề mặt. Cụ thể, quy trình sơn đồ gỗ nội thất phải thực hiện qua 3 bước chính: (1) *Chà nhám và sơn chỉnh sửa màu nền của gỗ cho đồng nhất*; (2) *Thực hiện sơn lót, chà nhám và sơn màu và* (3) *Phun bóng*. Trong đó, bước 2 thường phải được lặp đi lặp lại nhiều lần. Do đó chi phí hóa chất sơn thường chiếm đến 40% chi phí nguyên vật liệu, tương ứng với 25%-27% tổng giá vốn hàng bán của SAV. Nhằm tiết giảm chi phí hóa chất sơn, từ cuối quý 2/2020, công ty đã bắt đầu nghiên cứu và cải tiến quy trình sơn mới, thay vì sơn nhiều lớp như trước đây thì SAV đã giảm bớt một nửa lớp sơn nhưng vẫn đảm bảo tiêu chuẩn xuất khẩu. Tuy nhiên, việc áp dụng quy trình mới này phải được khách hàng đồng ý và kiểm tra tại xưởng trước khi giao hàng.

Doanh thu và biên lợi nhuận gộp liên tục cải thiện nhờ chuyển đổi thị trường xuất khẩu. Giai đoạn trước năm 2015, doanh thu xuất khẩu của SAV tập trung chủ yếu ở thị trường Nhật Bản với biên lợi nhuận gộp rất thấp, từ 3% đến 5% do các yêu cầu cao về chi tiết, mẫu mã sản phẩm. Vì vậy để cải thiện biên lợi nhuận gộp, SAV đã thực hiện tái cơ cấu chuyển sang thị trường Mỹ với các đơn hàng có số lượng lớn, các mặt hàng hướng đến sự đơn giản không yêu cầu cao về hoạ tiết. Doanh thu xuất khẩu tại thị trường Mỹ liên tục gia tăng, từ 44% năm 2015 lên 75% trong năm 2019 giúp SAVIMEX có được biên lợi nhuận gộp tăng cao và ổn định hơn. Ngoài ra, để tránh phụ thuộc quá nhiều vào một thị trường, Ban lãnh đạo công ty đang có định hướng tập trung mở rộng thêm tại thị trường EU trong những năm tới bằng các đơn hàng mới, dự kiến sẽ tăng tỷ trọng của thị trường này lên 30% vào năm 2022.

BIỂU ĐỒ 4: Cơ cấu doanh thu giai đoạn 2015 – 9M2020


Nguồn: SAV, FPTS tổng hợp

BIỂU ĐỒ 5: Biên lợi nhuận gộp giai đoạn 2015 – 9M2020


Nguồn: SAV, FPTS tổng hợp

BẢNG 2: Danh sách các nhà máy của SAV

STT	Tên nhà máy	Diện tích (m ²)	Số xưởng	Công suất (cont/tháng)	Hoạt động kinh doanh	Địa chỉ
1	SAVIMEX – Q12	59.203	8	120	Sản xuất gỗ nội thất	162 HT17, P. Hiệp Thành, Q. 12. HCM.
2	SAVIMEX – Chi nhánh Thủ Đức	40.218	4	60	Sản xuất gỗ nội thất	234 Trường Sơn, P. Bình Chiểu, Q. Thủ Đức, HCM.
3	SAVIPACK	7.000	1	N/A	Sản xuất bao bì Carton	162 HT17, P. Hiệp Thành, Q.12, HCM.
4	Nhà máy mới	20.000	N/A	Dự kiến: 50	Sản xuất gỗ nội thất	Hóc Môn

Nguồn: SAV, FPTS tổng hợp

¹ Gỗ MDF (Medium Density Fiberboard) là một loại gỗ ván ép sợi công nghiệp có thành phần chủ yếu là những sợi gỗ nhỏ kết hợp cùng với các loại phụ gia như keo, chất làm cứng, chất bảo vệ gỗ, Parafin...

Hiện tại, SAV có 2 nhà máy sản xuất gỗ nội thất đang hoạt động với công suất gần như tối đa từ 160-170 containers/tháng. Vì vậy, để đáp ứng lượng đơn hàng tăng cao ở thị trường EU, SAVIMEX có kế hoạch đầu tư xây dựng thêm nhà máy mới ở khu vực Hóc Môn, giá trị khoảng đầu tư ước tính gần 60 tỷ đồng bằng nguồn vốn tự có của công ty. Dự kiến nhà máy sẽ hoàn thành và đi vào hoạt động vào tháng 06/2021, có thể mang lại doanh thu khoảng 12 triệu USD/năm khi nhà máy hoạt động hết công suất. Theo chia sẻ của công ty, hiện đã có một lượng đơn hàng lớn từ nhóm khách hàng mới tại thị trường EU đã đề nghị ký hợp đồng với SAV.

Ngoài ra SAV còn có 1 nhà máy sản xuất bao bì giấy, in trên bao bì khép kín... chủ yếu phục vụ cho nhu cầu nội bộ công ty.

KẾT QUẢ KINH DOANH 9 THÁNG NĂM 2020

BẢNG 3: Kết quả hoạt động kinh doanh 9 tháng năm 2020

Tỷ đồng	9M2019	9M2020	%yoy	Chỉ số tài chính	9M2019	9M2020
Doanh thu	613,05	704,04	+14,84%	Chỉ tiêu sinh lợi		
<i>Gỗ nội thất</i>	597,12	671,85	+12,51%	Biên lợi nhuận gộp	11,94%	13,06%
<i>Khác</i>	15,93	32,19	+102,01%	Biên lợi nhuận sau thuế	3,26%	3,63%
Lợi nhuận gộp	73,20	91,80	+25,41%	ROA	4,75%	5,97%
Chi phí bán hàng	15,75	19,23	+22,05%	ROE	8,59%	10,82%
Chi phí quản lý	32,03	30,82	-3,76%	Chỉ tiêu đòn bẩy tài chính		
EBIT	25,42	41,75	+64,24%	Tổng nợ/Tổng tài sản	0,48	0,46
Doanh thu tài chính	3,29	5,60	+70,21%	Đòn bẩy tài chính	1,91	1,84
Chi phí tài chính	3,97	2,67	-32,86%	Khả năng thanh toán lãi vay	12,91	35,35
<i>Chi phí lãi vay</i>	2,11	0,93	-55,73%	Chỉ tiêu khả năng hoạt động		
Lợi nhuận khác	0,37	-12,63		Vòng quay hàng tồn kho	4,87	7,05
Lợi nhuận trước thuế	25,11	32,06	+27,69%	Vòng quay khoản phải thu	5,89	8,04
Lợi nhuận sau thuế	19,98	25,54	+27,82%	Vòng quay khoản phải trả	4,17	4,15
Lợi nhuận sau thuế công ty mẹ	19,98	25,54	+27,82%			
EPS (đồng/cổ phiếu)	1.525	1.840	+20,66%			

Nguồn: SAV, FPTS tổng hợp

Mặc dù tình hình dịch Covid-19 diễn biến phức tạp nhưng nhờ lượng đơn hàng vẫn được duy trì tốt ở thị trường Mỹ và EU nên SAV đã ghi nhận kết quả kinh doanh tương đối ổn định trong 9 tháng 2020. Cụ thể, **doanh thu và LNTT 9 tháng đầu năm 2020 đạt lần lượt 704,04 tỷ đồng (+14,84% yoy) và 32,06 tỷ đồng (+27,69% yoy), hoàn thành 90,61% kế hoạch doanh thu và 128,24% kế hoạch LNTT.**

Doanh thu tăng trưởng chủ yếu nhờ thị trường Mỹ và EU tăng trưởng khả quan lần lượt đạt 496,71 tỷ đồng (+12,51% yoy) và 60,67 tỷ đồng (+15,61% yoy), nhờ:

(1) Làn sóng dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam từ giữa năm 2018: Theo Forest Trends - một tổ chức phi lợi nhuận hoạt động với mục tiêu thúc đẩy bảo tồn và quản lý rừng bền vững, căng thẳng thương mại Mỹ - Trung đặt ra các mức thuế mới áp lên các sản phẩm gỗ từ Trung Quốc, tính đến thời điểm hiện tại đã có 228 mặt hàng gỗ và sản phẩm gỗ của Trung Quốc xuất khẩu vào Mỹ phải chịu mức thuế mới là 28%, làm giảm tính cạnh tranh và lợi nhuận của các công ty có các hoạt động sản xuất tại Trung Quốc xuất khẩu sang thị trường Mỹ. Do vậy, căng thẳng thương mại Mỹ - Trung đã tạo ra làn sóng dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam. Cụ thể, theo số liệu thống kê của Tổng cục Hải quan:

- Kim ngạch xuất khẩu các mặt hàng gỗ của Việt Nam sang Mỹ năm 2018 đạt 3,90 tỷ USD (+19,29% yoy), năm 2019 đạt gần 5,33 tỷ USD (+36,85% yoy) và 9 tháng đầu năm 2020 đạt 4,76 tỷ USD (+30,39% yoy).
- Tuy nhiên, các mặt hàng gỗ nhập khẩu từ Trung Quốc vào Việt Nam cũng có xu hướng tăng giai đoạn này nhưng giá trị vẫn còn thấp so với kim ngạch xuất khẩu sang Mỹ, năm 2018 đạt 0,44 tỷ USD

(+22,59% yoy), năm 2019 đạt gần 0,66 tỷ USD (+47,59% yoy) và 9 tháng đầu năm 2020 đạt 0,56 tỷ USD (+29,25% yoy).

- (2) Theo Hội Mỹ nghệ và chế biến gỗ TP.HCM (HAWA), khi dịch bệnh xảy ra, chuỗi cung cho các loại đồ gỗ chiến lược (nhóm đồ gỗ phòng bếp, phòng tắm và bàn trang điểm) hiện đang chiếm khoảng 60% trong tổng cầu của tất cả các loại đồ gỗ trên toàn thế giới không bị biến động quá lớn do nhu cầu về các sản phẩm thuộc nhóm vẫn còn tồn tại, trong khi nhu cầu về các nhóm đồ gỗ khác (nhóm đồ gỗ văn phòng, đồ gỗ ngoài trời v.v...) gần như mất hẳn. Nhờ đó, các mặt hàng của SAV chủ yếu là gỗ nội thất vẫn có được lượng đơn hàng tốt. Ngoài ra, theo thống kê của Bộ Công Thương, trong tháng 9/2020, trị giá xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ của Việt Nam trong đạt 1,15 tỷ USD, tăng 33,3% so với tháng 9/2019. Trong đó xuất khẩu sản phẩm gỗ ước đạt 919 triệu USD, tăng 42,4% so với tháng 9/2019. Lũy kế từ đầu năm đến hết tháng 9/2020, trị giá xuất khẩu gỗ và sản phẩm gỗ đạt 8,48 tỷ USD, tăng 12,4% so với cùng kỳ năm 2019. Đáng chú ý là xuất khẩu đồ nội thất bằng gỗ tăng mạnh cho thấy nhu cầu thị trường đã phục hồi trở lại sau thời gian bị kìm hãm bởi lệnh giãn cách xã hội do ảnh hưởng của dịch Covid-19.

Biên lợi nhuận gộp cải thiện nhờ tiết giảm hóa chất sơn từ quý 3/2020. Trong quý 3/2020 đã có 35% giá trị đơn hàng đồng ý áp dụng quy trình mới, nhờ đó SAV đã cắt giảm được khoảng 5,3 tỷ đồng chi phí sơn tương ứng cắt giảm 26,32% chi phí hóa chất sơn, biên lợi nhuận gộp cải thiện lên 13,22% so với 11,34% của quý 3/2019.

Lợi nhuận khác ghi nhận -12,63 tỷ đồng do trong quý 2/2020, SAV bị truy thu gần 14 tỷ đồng chi phí thuê đất từ những năm trước.

KẾ HOẠCH KINH DOANH VÀ ĐÁNH GIÁ

BẢNG 4: Kế hoạch kinh doanh của SAV năm 2020 (Đơn vị: tỷ đồng)

	TH2019	KH2020	KH/TH2019	9M2020	FPTS dự phóng	Tỷ lệ hoàn thành kế hoạch
Doanh thu	871,15	777,00	89,19%	704,04	931,86	119,93%
Lợi nhuận trước thuế	36,38	25,00	68,72%	25,54	50,17	200,68%

Nguồn: SAV, FPTS tổng hợp

Kế hoạch năm 2020 được SAV đặt ra dựa trên tình hình dịch bệnh COVID-19 diễn biến phức tạp lúc đầu năm và có thể ảnh hưởng mạnh đến khả năng nhận hàng, phân phối và tiêu thụ đồ gỗ tại các thị trường lớn như Mỹ, EU, Nhật,... Vì vậy, SAV đã đặt kế hoạch thận trọng với doanh thu đạt 777 tỷ đồng và LNTT đạt 25 tỷ đồng, tương ứng với mức giảm 10,81% và 31,28% so với thực hiện năm 2019.

Dự phóng kết quả kinh doanh năm 2020

Chúng tôi đánh giá SAV sẽ ghi nhận kết quả kinh doanh tích cực với doanh thu và LNTT ước đạt 933,38 tỷ đồng (+7,14% yoy) và 50,17 tỷ đồng (+37,90% yoy), lần lượt hoàn thành 120,13% và 200,68% kế hoạch năm, tương ứng EPS forward đạt 2.871 đồng/cp. Một số cơ sở đánh giá:

Về doanh thu:

- Doanh thu tại thị trường Mỹ ước đạt 635,84 tỷ đồng (+3,13% yoy) nhờ tiếp tục được hưởng lợi từ làn sóng dịch chuyển đơn hàng từ Trung Quốc sang Việt Nam.
- Theo chia sẻ từ Ban lãnh đạo, SAV đang tích cực tìm kiếm đơn hàng mới để gia tăng tỷ trọng tại thị trường EU. Trong quý 4/2020 đã có một số đơn hàng lớn của nhóm khách hàng mới và dự kiến sẽ tiếp tục gia tăng trong năm 2021, ước tính doanh thu tại thị trường này đạt 24,74 tỷ đồng (+65,59% yoy). Do đó, doanh thu tại thị trường EU năm 2020 ước đạt 85,41 tỷ đồng, tăng 70,57% yoy.
- Nhu cầu tiêu dùng đồ gỗ nội thất ở thị trường Châu Á (Nhật Bản và Hàn Quốc) chững lại, đem lại doanh thu tương đối ổn định, ước đạt 150,32 tỷ đồng trong năm 2020.

Biên lợi nhuận gộp tăng lên 16,27% từ mức 14,63% năm 2019 nhờ tiết giảm hóa chất sơn. Với việc cải tiến quy trình sơn mới như trong quý 3/2020 đã giúp biên lợi nhuận gộp cải thiện, SAV sẽ tiếp tục giới thiệu quy trình sơn mới với từng nhóm khách hàng mục tiêu. Ước tính trong quý 4/2020, khoảng 60% giá trị đơn hàng đã được

khách hàng đồng ý áp dụng, nhờ đó SAV đã cắt giảm được khoảng 7,10 tỷ đồng chi phí hóa chất sơn, biên lợi nhuận gộp riêng quý 4 ước đạt 20,54% tăng 2,33 điểm phần trăm so với cùng kỳ.

Tỷ lệ chi phí bán hàng/doanh thu dự báo sẽ tăng nhẹ lên 2,8% so với năm 2019 do SAV tiếp tục đẩy mạnh phát triển thị trường EU, tỷ lệ chi phí quản lý doanh nghiệp/doanh thu sẽ giảm nhẹ xuống mức 6,54%. **Ước tính biên LNTT tăng từ 4,18% lên 5,38%, ghi nhận 50,16 tỷ đồng trong năm 2020.**

ĐINH GIÁ

Chúng tôi sử dụng phương pháp so sánh P/E để xác định mức giá mục tiêu của SAV. Nhóm công ty so sánh là các công ty hoạt động trong ngành gỗ nội thất với dữ liệu được sử dụng trong 4 quý gần nhất (quý 4/2019 – quý 3/2020) và giá cổ phiếu được lấy tại ngày 05/01/2021.

BẢNG 5: So sánh SAV với các công ty hoạt động trong ngành gỗ nội thất

Mã CK	Vốn hóa (tỷ đồng)	Doanh thu (tỷ đồng)	LNTT (tỷ đồng)	Biên LNTT	EPS (đồng)	ROE (%)	D/A (x)	P/E (x)
GTA	117,96	570,62	20,76	3,64%	1.688	3,40%	0,60	7,11
GDT	677,81	379,08	92,79	24,48%	4.301	19,68%	0,27	9,30
NAV	152,00	92,56	28,15	30,42%	3.354	25,38%	0,42	5,66
Trung bình								7,31
SAV	244,31	960,30	41,79	4,35%	2.147	10,82%	0,46	8,01

Nguồn: BCTC các công ty, FPTS tổng hợp

Tại mức giá đóng cửa ngày 05/01/2021 là 17.200 đồng/cp, SAV đang được giao dịch ở mức P/E trailing 8,01x, cao hơn P/E trung bình của một số công ty so sánh là 7,31x. EPS forward 2020 của SAV là 2.871 đồng/cp. Chúng tôi đưa ra khuyến nghị **MUA** đối với cổ phiếu SAV ở thời điểm hiện tại với giá mục tiêu là 20.950 đồng/cp (cao hơn 21,80% so với giá đóng cửa ngày 05/01/2021).

Tuyên bố miễn trách nhiệm

Các thông tin và nhận định trong báo cáo này được cung cấp bởi FPTTS dựa vào các nguồn thông tin mà FPTTS coi là đáng tin cậy, có sẵn và mang tính hợp pháp. Tuy nhiên, chúng tôi không đảm bảo tính chính xác hay đầy đủ của các thông tin này.

Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này cần lưu ý rằng các nhận định trong báo cáo này mang tính chất chủ quan của chuyên viên tư vấn đầu tư FPTTS. Nhà đầu tư sử dụng báo cáo này tự chịu trách nhiệm về quyết định của mình.

FPTTS có thể dựa vào các thông tin trong báo cáo này và các thông tin khác để ra quyết định đầu tư của mình mà không bị phụ thuộc vào bất kỳ ràng buộc nào về mặt pháp lý đối với các thông tin đưa ra.

Tại thời điểm thực hiện báo cáo phân tích, FPTTS nắm giữ 75 cổ phiếu SAV, chuyên viên tư vấn đầu tư và người phê duyệt báo cáo không nắm giữ cổ phiếu nào của doanh nghiệp này.

Các thông tin có liên quan đến chứng khoán khác hoặc các thông tin chi tiết liên quan đến cổ phiếu này có thể được xem tại <https://ezsearch.fpts.com.vn> hoặc sẽ được cung cấp khi có yêu cầu chính thức

Bản quyền © 2010 Công ty chứng khoán FPT

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Trụ sở chính**

52 Lạc Long Quân, Phường Bưởi
Quận Tây Hồ, Hà Nội, Việt Nam
ĐT: (84.24) 3 773 7070 / 271 7171
Fax: (84.24) 3 773 9058

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp.Hồ Chí Minh**

Tầng 3, tòa nhà Bến Thành, 136-138
Lê Thị Hồng Gấm, Quận 1, TP. Hồ Chí
Minh, Việt Nam.
ĐT: (84.28) 6 290 8686
Fax: (84.28) 6 291 0607

Công ty Cổ phần Chứng khoán FPT**Chi nhánh Tp.Đà Nẵng**

Tầng 3, toà nhà Tràng Tiền, 130 Đống
Đa, Quận Hải Châu, TP. Đà Nẵng, Việt
Nam
ĐT: (84.236) 3553 666
Fax: (84.236) 3553 888